

# 天然气量利齐升带动 Q1 利润增长

华泰研究

2026 年 4 月 29 日 | 中国内地/中国香港

季报点评

石油化工

中国石油于 4 月 29 日公布一季度财报：26Q1 实现营业收入 7364 亿元，同比-2.2%，环比+5.9%；归母净利润 483.3 亿元，同比+1.9%，环比+55.8%；扣非后净利润 495.8 亿元，同比+5.0%，环比+42.5%。基于公司 4 月 29 日 A/H 股收盘价和我们测算的 26E 归母净利润，按照 55% 分红比例计算，公司 A/H 股股息率为 4.9%/5.7%（含税）。公司 26Q1 归母净利润低于我们的预期（532 亿元），主因公司原油销售及结算存滞后期，导致实现价格较 Brent 期货的折价扩大。考虑地缘局势或带动中期油价中枢抬升，叠加公司天然气业务有望持续增长，维持 A/H “增持” 评级。

## 持续推动稳油增气，实现价格同比下跌致上游盈利下滑

26Q1 公司原油产量同比-1.0%至 237.8 百万桶，实现价格同比-8.5%至 64.1 美元/桶，可销售天然气产量同比+2.4%至 1394.3 十亿立方英尺，单位油气操作成本同比+0.6%至 9.82 美元/桶。26Q1 油气与新能源分部持续推进高效勘探和效益开发，并加快新能源业务发展，但由于公司原油销售及结算存滞后期，导致实现价格较 Brent 期货价格的折价扩大，板块经营利润同比下滑 58.4 亿元至 410.5 亿元。

## 原油加工量同比提升，炼油与化工盈利同步改善

26Q1 公司原油加工量同比+1.7%至 343.0 百万桶，其中汽油/柴油/煤油产量同比-2.1%/+1.6%/+0.7%，化工产品商品量同比+8.2%至 1077.9 万吨。26Q1 板块经营利润同比增加 28.9 亿元至 82.8 亿元，其中炼油业务经营利润同比增加 26.3 亿元至 71.8 亿元，化工业务经营利润同比增加 2.7 亿元至 11.1 亿元，主要受益于炼油毛利改善以及化工产品销量和毛利增加。同时独山子石化塔里木乙烷制乙烯二期、蓝海新材料高端聚烯烃等项目稳步推进。

## 境内成品油销量增长，销售板块盈利回升

26Q1 公司成品油总销量 3853.3 万吨，同比+4.8%，其中境内总销量 2801.8 万吨，同比+1.8%。26Q1 销售板块统筹资源调配、市场营销和库存管理，推动国内成品油销量和市场份额稳中有增，叠加国际贸易毛利增加，板块经营利润同比增加 14.3 亿元至 64.7 亿元。

## 天然气量利齐升，板块经营利润延续高增长

26Q1 公司销售天然气 938.91 亿立方米，同比+6.9%，其中国内销量 738.12 亿立方米，同比+3.5%。26Q1 天然气销售板块持续优化资源结构、加强市场开拓，天然气销量增加叠加进口气成本下降，带动板块经营利润同比增加 53.6 亿元至 188.7 亿元。

## 盈利预测与估值

考虑地缘局势或支撑中期油价中枢高位，基于审慎原则，我们维持 26-28 年归母净利润预测为 1991/1945/1937 亿元，EPS 为 1.09/1.06/1.06 元，以 0.88 港币对人民币折算，结合 A/H 股可比公司估值（26 年 Wind、Bloomberg 一致预期 14.9/11.6xPE），考虑公司较可比公司原油产量较高，故受油价波动影响相对较大，给予 26 年 14.5/11.5xPE，A/H 目标价 15.81 元/14.24 港元（前值 15.81 元/13.63 港元，对应 26 年 14.5/11.0xPE，港币汇率 0.88），维持 A/H “增持” 评级。

风险提示：国际油价大幅波动风险；中国经济修复力度不达预期风险。

	601857 CH	857 HK
投资评级：	增持(维持)	增持(维持)
目标价：	人民币：15.81	港币：14.24

庄汀洲 研究员  
SAC No. S0570519040002 zhuangtingzhou@htsc.com  
SFC No. BQZ933 +(86) 10 5679 3939

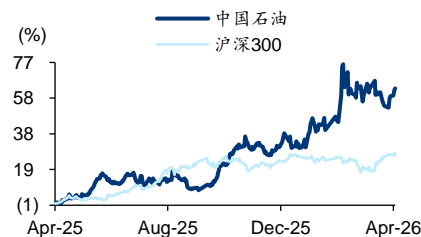
张雄 研究员  
SAC No. S0570523100003 zhangxiong@htsc.com  
SFC No. BVN325 +(86) 10 6321 1166

刘开伊\* 联系人  
SAC No. S0570124080033 liukaiai@htsc.com  
+(86) 10 6321 1166

## 基本数据

(人民币/港币)	601857 CH	857 HK
收盘价(截至 4 月 29 日)	12.25	11.98
市值(百万)	2,242,007	2,192,591
6 个月平均日均成交额(百万)	2,567	1,278
52 周价格范围	7.96-13.24	5.79-12.02

## 股价走势图



资料来源：Wind

## 经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(十亿)	2,864	3,426	3,250	3,182
+/-%	(2.50)	19.61	(5.15)	(2.09)
归属母公司净利润(十亿)	157	199	195	194
+/-%	(4.48)	26.60	(2.32)	(0.42)
EPS(最新摊薄)	0.86	1.09	1.06	1.06
ROE(%)	10.14	12.12	11.17	10.60
PE(倍)	14.25	11.26	11.53	11.57
PB(倍)	1.41	1.32	1.26	1.20
EV EBITDA(倍)	3.51	3.42	3.60	3.42
股息率(%)	3.84	4.89	4.77	4.75

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1: 可比公司估值表 (A股)

公司名称	股票代码	股价 (元/股)		EPS (元)			P/E (x)		
		4月29日	4月28日	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
中国石化	600028 CH	5.42	6,554	0.38	0.43	0.46	14.4	12.6	11.8
中国神华	601088 CH	47.98	10,407	2.62	2.73	2.98	18.3	17.6	16.1
中国海油	600938 CH	39.95	18,988	3.33	3.25	3.39	12.0	12.3	11.8
平均							14.9	14.1	13.3

注: 可比公司盈利均采用 Wind 一致预期

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表2: 可比公司估值表 (H股)

公司名称	股票代码	股价 (港元/股)		EPS (港元)			P/E (x)		
		4月29日	4月29日	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
中国石油化工股份	0386 HK	4.70	5,683	0.36	0.44	0.49	13.1	10.7	9.6
中国海洋石油	0883 HK	29.38	13,964	3.27	3.33	3.25	9.0	8.8	9.0
中国神华	1088 HK	49.30	10,693	3.89	3.64	3.53	12.7	13.5	14.0
平均							11.6	11.0	10.9

注: 可比公司盈利均采用 Bloomberg 一致预期

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表3: 中国石油季度拆分预测

(人民币百万)	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2E	2026Q3E
<b>营业收入</b>	<b>681702</b>	<b>753108</b>	<b>696991</b>	<b>719157</b>	<b>695213</b>	<b>736383</b>	<b>849280</b>	<b>853806</b>
—油气与新能源	228388	221496	201171	199723	202418	199992	258236	248568
—炼油与化工	268701	282494	271676	271886	251991	263654	358123	352886
—销售	569504	594373	575378	604193	578802	583230	683009	696003
—天然气	167835	180340	130603	136395	172165	180810	135827	141851
—总部及其他	4868	822	1027	799	4520	635	800	800
—抵消事业部间								
销售	(557594)	(526417)	(482864)	(493839)	(514683)	(491938)	(586715)	(586301)
营业收入同比增速	-6.5%	-7.3%	-6.1%	2.4%	2.0%	-2.2%	21.8%	18.7%
—油气与新能源	-6.6%	-0.7%	-11.2%	-12.7%	-11.4%	-10.2%	29.2%	24.5%
—炼油与化工	-15.6%	-10.4%	-15.1%	-5.7%	-6.2%	-6.7%	31.8%	29.8%
—销售	-3.2%	-6.4%	-9.2%	-1.9%	1.6%	-1.9%	18.7%	15.2%
—天然气	-0.4%	1.4%	8.7%	7.6%	2.6%	0.3%	4.0%	4.0%
—总部及其他	1.3%	10.9%	21.3%	-22.2%	-7.1%	-22.7%	-22.1%	0.1%
营业收入环比增速	-2.9%	10.5%	-7.5%	3.2%	-3.3%	5.9%	15.3%	0.5%
—油气与新能源	-0.1%	-3.0%	-9.2%	-0.7%	1.3%	-1.2%	29.1%	-3.7%
—炼油与化工	-6.8%	5.1%	-3.8%	0.1%	-7.3%	4.6%	35.8%	-1.5%
—销售	-7.5%	4.4%	-3.2%	5.0%	-4.2%	0.8%	17.1%	1.9%
—天然气	32.4%	7.5%	-27.6%	4.4%	26.2%	5.0%	-24.9%	4.4%
—总部及其他	374.0%	-83.1%	24.9%	-22.2%	465.7%	-86.0%	26.0%	0.0%
<b>营业成本</b>	<b>505532</b>	<b>594269</b>	<b>552875</b>	<b>564596</b>	<b>534381</b>	<b>567574</b>	<b>666990</b>	<b>665331</b>
营业成本同比增速	-1.9%	-8.1%	-9.0%	4.3%	5.7%	-4.5%	20.6%	17.8%
营业成本环比增速	-6.6%	17.6%	-10.9%	2.1%	-5.4%	6.2%	17.5%	-0.2%
总毛利	176170	158839	167726	154561	160832	168809	182291	188475
总毛利同比增速	-17.5%	-4.0%	4.8%	-4.0%	-8.7%	6.3%	26.4%	21.9%
总毛利环比增速	9.4%	-9.8%	5.6%	7.2%	4.1%	5.0%	8.0%	3.4%
<b>总毛利率</b>	<b>25.8%</b>	<b>21.1%</b>	<b>24.1%</b>	<b>21.5%</b>	<b>23.1%</b>	<b>22.9%</b>	<b>21.5%</b>	<b>22.1%</b>
总毛利率同比变动								
(pct)	(3.44)	0.71	2.49	(1.44)	(2.71)	1.84	0.78	0.58
总毛利率环比变动								
(pct)	2.91	(4.75)	2.97	0.82	1.64	(0.21)	(1.46)	0.61
<b>费用率</b>	<b>6.69%</b>	<b>5.31%</b>	<b>5.34%</b>	<b>5.48%</b>	<b>6.96%</b>	<b>5.47%</b>	<b>5.40%</b>	<b>5.50%</b>
—销售及管理费								
用率	5.05%	4.01%	4.42%	4.50%	5.19%	4.05%	4.50%	4.50%
—研发费用率	1.34%	0.82%	0.53%	0.62%	1.32%	1.02%	0.50%	0.60%
费用率同比变动								
(pct)	0.31	0.27	0.58	(0.51)	0.28	0.16	0.06	0.02
—销售及管理费								
用率(pct)	0.33	0.23	0.50	(0.37)	0.15	0.04	0.08	0.00
—研发费用率								
(pct)	0.25	0.09	0.04	0.02	(0.02)	0.20	(0.03)	(0.02)
费用率环比变动								
(pct)	0.69	(1.38)	0.04	0.14	1.48	(1.49)	(0.07)	0.10
—销售及管理费								
用率(pct)	0.18	(1.04)	0.41	0.08	0.70	(1.14)	0.45	0.00
—研发费用率								
(pct)	0.74	(0.51)	(0.29)	0.09	0.70	(0.30)	(0.52)	0.10
<b>归母净利润</b>	<b>32158</b>	<b>46807</b>	<b>37186</b>	<b>42286</b>	<b>31023</b>	<b>48332</b>	<b>53529</b>	<b>57441</b>
归母净利润(同比)	9.0%	2.5%	-13.4%	-3.9%	-3.53%	3.37%	43.75%	35.84%
归母净利润(环比)	-26.9%	45.6%	-20.6%	13.7%	-26.64%	55.79%	10.75%	7.31%
<b>归母净利润率</b>	<b>4.72%</b>	<b>6.22%</b>	<b>5.34%</b>	<b>5.88%</b>	<b>4.46%</b>	<b>6.56%</b>	<b>6.30%</b>	<b>6.73%</b>
归母净利润率(同								
比,pct)	0.67	0.59	(0.45)	(0.38)	(0.25)	0.35	0.96	0.85
归母净利润率(环								
比,pct)	(1.54)	1.50	(0.88)	0.54	(1.42)	2.10	(0.26)	0.42
<b>EPS</b>	<b>0.18</b>	<b>0.26</b>	<b>0.20</b>	<b>0.23</b>	<b>0.17</b>	<b>0.26</b>	<b>0.29</b>	<b>0.31</b>

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表4： 中国石油实际与季度预测数据比较

驱动概览	Driver		2025Q4	2026Q1	QoQ	2026Q1E	A vs E
Brent 原油均价	Brent Oil Price	美元/桶	63.1	78.4	-	77.0	-
油气与新能源收入增速	Oil, Gas and New Energies yoy	%	-11.4%	-10.2%	-	-10.7%	-
天然气销售收入增速	Natural Gas Marketing yoy	%	2.6%	0.3%	-	4.0%	-
<b>分部收入</b>	<b>Segment Revenue</b>						
油气与新能源	Oil, Gas and New Energies	Rmb mn	202418	199992	-1.2%	226987	-11.9%
炼油与化工	Refining, Chemicals & New Materials	Rmb mn	251991	263654	4.6%	286895	-8.1%
销售	Marketing	Rmb mn	578802	583230	0.8%	597068	-2.3%
天然气销售	Natural Gas Marketing	Rmb mn	172165	180810	5.0%	189357	-4.5%
总部与其他	Head Office and Others	Rmb mn	4520	635	-86.0%	800	-20.6%
<b>分部毛利率</b>	<b>Gross Margin</b>						
油气与新能源	Oil, Gas and New Energies	%	15.4%	15.8%	0.4	32.4%	(16.6)
炼油与化工	Refining, Chemicals & New Materials	%	6.2%	6.1%	(0.0)	5.2%	0.9
销售	Marketing	%	3.5%	3.6%	0.1	3.5%	0.1
天然气销售	Natural Gas Marketing	%	16.5%	9.8%	(6.7)	7.5%	2.3
<b>财报数据总结</b>	<b>Financial Results Summary</b>						
总收入	Net Revenue	Rmb mn	695213	736383	5.9%	765811	-3.8%
营业成本	Cost of sales	Rmb mn	534381	567574	6.2%	600602	-5.5%
毛利率	Gross margin	%	23.1%	22.9%	(0.2)	21.6%	1.3
归母净利润	Net Profit	Rmb mn	31023	48332	55.8%	53192	-9.1%
EPS	EPS	Rmb/sh	0.17	0.26	52.9%	0.29	-10.3%

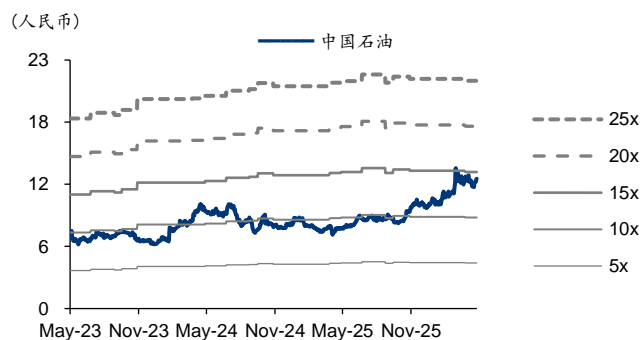
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表5: 中国石油年度预测

驱动概览	Driver		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
GDP 同比增速	GDP yoy	%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Brent 原油均价	Brent Oil Price	美元/桶	79.9	68.2	90.0	80.0	75.0
油气与新能源收入增速	Oil, Gas and New Energies yoy	%	1.3%	-9.0%	17.6%	-5.6%	-2.5%
天然气销售收入增速	Natural Gas Marketing yoy	%	5.6%	4.5%	7.7%	4.8%	4.8%
<b>分部收入</b>	<b>Segment Revenue</b>						
油气与新能源	Oil, Gas and New Energies	Rmb mn	906813	824808	969777	915904	893282
炼油与化工	Refining, Chemicals & New Materials	Rmb mn	1192589	1078047	1168763	1115782	1092294
销售	Marketing	Rmb mn	2454546	2352746	2806215	2582132	2472729
天然气销售	Natural Gas Marketing	Rmb mn	592690	619503	667319	699035	732337
总部与其他	Head Office and Others	Rmb mn	7483	7168	7168	7168	7168
<b>分部毛利率</b>	<b>Gross Margin</b>						
油气与新能源	Oil, Gas and New Energies	%	26.2%	26.3%	27.2%	26.5%	26.1%
炼油与化工	Refining, Chemicals & New Materials	%	4.5%	5.0%	5.1%	5.2%	5.4%
销售	Marketing	%	3.3%	2.9%	3.0%	3.1%	3.2%
天然气销售	Natural Gas Marketing	%	8.4%	9.2%	9.6%	10.0%	10.5%
<b>毛利占比</b>	<b>Segment Gross Margin %</b>						
油气与新能源	Oil, Gas and New Energies	%	54.4%	35.1%	34.3%	33.2%	32.4%
炼油与化工	Refining, Chemicals & New Materials	%	12.3%	8.7%	7.7%	7.9%	8.2%
销售	Marketing	%	18.5%	11.0%	10.9%	10.9%	11.0%
天然气销售	Natural Gas Marketing	%	11.4%	9.2%	8.3%	9.6%	10.7%
<b>核心财务指标</b>	<b>Core Financial Indicators</b>						
EBIT	EBIT	Rmb mn	241502	235956	287723	282094	284032
EBITDA	EBITDA	Rmb mn	472833	473564	486288	491812	515332
联合营公司投资收益	Associate/JV income	Rmb mn	18644	17531	17500	17500	17500
归母净利润	Net Profit	Rmb mn	164676	157302	199140	194520	193709
扣非净利润	Net Profit-recurring	Rmb mn	173287	163217	210640	206020	205209
EPS	EPS	Rmb/sh	0.90	0.86	1.09	1.06	1.06
EPS(扣非)	EPS- recurring	Rmb/sh	0.95	0.89	1.15	1.13	1.12
BVPS	BVPS	Rmb/sh	8.28	8.67	9.28	9.75	10.22

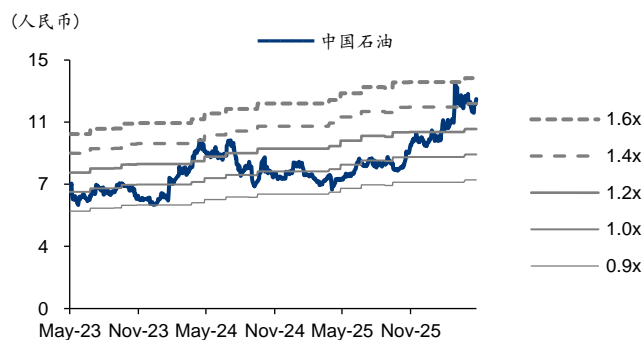
资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表6: 中国石油 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表7: 中国石油 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	590,844	595,297	747,203	582,621	714,081
现金	216,246	238,908	274,085	259,971	254,541
应收账款	71,610	77,929	93,374	69,108	89,981
其他应收账款	34,387	26,024	46,231	22,303	44,799
预付账款	14,192	14,664	19,849	12,887	19,166
存货	168,338	150,553	226,444	131,134	218,375
其他流动资产	86,071	87,219	87,219	87,219	87,219
<b>非流动资产</b>	2,162,163	2,232,720	2,386,725	2,528,225	2,650,381
长期投资	290,077	303,575	331,075	358,575	386,075
固定投资	480,407	528,089	646,177	751,515	835,562
无形资产	92,790	93,149	91,820	91,235	90,338
其他非流动资产	1,298,889	1,307,907	1,317,653	1,326,901	1,338,406
<b>资产总计</b>	2,753,007	2,828,017	3,133,928	3,110,846	3,364,461
<b>流动负债</b>	637,317	538,800	702,187	561,024	725,441
短期借款	45,955	34,513	45,515	89,782	65,187
应付账款	272,785	255,882	369,115	223,689	355,738
其他流动负债	318,577	248,405	287,557	247,553	304,516
<b>非流动负债</b>	405,827	489,669	500,458	515,365	499,735
长期借款	74,072	148,462	159,251	174,158	158,528
其他非流动负债	331,755	341,207	341,207	341,207	341,207
<b>负债合计</b>	1,043,144	1,028,469	1,202,645	1,076,390	1,225,176
少数股东权益	194,492	213,487	232,101	250,282	268,388
股本	183,021	183,021	183,021	183,021	183,021
资本公积	121,812	120,965	120,965	120,965	120,965
留存公积	1,234,539	1,304,627	1,402,616	1,498,332	1,593,649
归属母公司股东权益	1,515,371	1,586,061	1,699,182	1,784,174	1,870,897
<b>负债和股东权益</b>	2,753,007	2,828,017	3,133,928	3,110,846	3,364,461

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金</b>	406,532	412,510	446,177	369,000	483,965
净利润	183,747	172,005	217,754	212,702	211,815
折旧摊销	231,331	237,608	198,565	209,719	231,300
财务费用	12,552	12,053	8,056	8,722	11,692
投资损失	(11,934)	(20,466)	(11,000)	(11,000)	(11,000)
营运资金变动	(31,061)	(17,453)	34,274	(49,618)	41,703
其他经营现金	21,897	28,763	(1,472)	(1,525)	(1,545)
<b>投资活动现金</b>	(307,347)	(265,705)	(339,070)	(337,719)	(339,956)
资本支出	(302,651)	(292,789)	(193,241)	(189,241)	(189,241)
长期投资	(27,511)	77.00	(27,500)	(27,500)	(27,500)
其他投资现金	22,815	27,007	(118,329)	(120,978)	(123,215)
<b>筹资活动现金</b>	(178,876)	(111,335)	(71,930)	(45,396)	(149,438)
短期借款	6,976	(11,442)	11,002	44,267	(24,595)
长期借款	(52,093)	74,390	10,789	14,907	(15,631)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(1,266)	(847.00)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(132,493)	(173,436)	(93,722)	(104,570)	(109,212)
现金净增加额	(76,524)	33,685	35,177	(14,114)	(5,430)

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	2,937,981	2,864,469	3,426,063	3,249,633	3,181,761
营业成本	2,275,223	2,246,121	2,655,394	2,518,617	2,461,783
营业税金及附加	266,012	244,276	298,067	279,468	270,450
营业费用	63,190	60,291	70,234	64,993	63,635
管理费用	65,026	69,122	78,799	71,492	69,999
财务费用	12,552	12,053	8,056	8,722	11,692
资产减值损失	(14,278)	(17,691)	(20,556)	(19,498)	(19,091)
公允价值变动收益	4,673	2,515	2,000	2,000	2,000
投资净收益	11,934	20,466	11,000	11,000	11,000
<b>营业利润</b>	255,286	234,579	300,019	293,371	292,204
营业外收入	3,130	3,602	3,500	3,500	3,500
营业外支出	16,914	12,032	17,000	17,000	17,000
<b>利润总额</b>	241,502	226,149	286,519	279,871	278,704
所得税	57,755	54,144	68,764	67,169	66,889
<b>净利润</b>	183,747	172,005	217,754	212,702	211,815
少数股东损益	19,071	14,703	18,614	18,182	18,106
归属母公司净利润	164,676	157,302	199,140	194,520	193,709
EBITDA	472,833	473,564	486,288	491,812	515,332
EPS (人民币, 基本)	0.90	0.86	1.09	1.06	1.06

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入	(2.43)	(2.50)	19.61	(5.15)	(2.09)
营业利润	0.89	(8.11)	27.90	(2.22)	(0.40)
归属母公司净利润	2.19	(4.48)	26.60	(2.32)	(0.42)
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	22.56	21.59	22.49	22.50	22.63
净利率	6.25	6.00	6.36	6.55	6.66
ROE	11.12	10.14	12.12	11.17	10.60
ROIC	52.23	47.20	50.31	38.24	37.50
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	37.89	36.37	38.38	34.60	36.42
净负债比率 (%)	2.54	0.69	(0.03)	4.24	2.85
流动比率	0.93	1.10	1.06	1.04	0.98
速动比率	0.54	0.67	0.61	0.66	0.56
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.07	1.03	1.15	1.04	0.98
应收账款周转率	41.86	38.31	40.00	40.00	40.00
应付账款周转率	8.10	8.50	8.50	8.50	8.50
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.90	0.86	1.09	1.06	1.06
每股经营现金流(最新摊薄)	2.22	2.25	2.44	2.02	2.64
每股净资产(最新摊薄)	8.28	8.67	9.28	9.75	10.22
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	13.61	14.25	11.26	11.53	11.57
PB (倍)	1.48	1.41	1.32	1.26	1.20
EV EBITDA (倍)	3.54	3.51	3.42	3.60	3.42

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 庄汀洲、张雄, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意, 标\*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格)。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券(华泰证券(美国)有限公司除外)不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 中国石油股份（857 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师庄汀洲、张雄本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 中国石油股份（857 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

**华泰证券(新加坡)有限公司**

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司